

摘要

双层股权结构为公司创始人提供了一种新的表决权强化选择,以制度创新有力推动了经济增长。然而双层股权结构长期存续、表决权高度集中带来的表决权滥用风险加剧、公司内外部监督机制失效等问题同样值得关注。同时,当特别表决权人的“特质愿景”随时间推移而消退,双层股权结构造成的表决权风险滥用带来的成本甚至会盖过制度适用创造的价值。然而,现有的事件触发型与股权稀释型“日落条款”触发机制不健全、触发条件难以成就,普通股东也失去在公司中表达利益诉求的机会。在域外实践中,固定期限型“日落条款”发挥了出独特的作用,其一方面能够约束特别表决权人的滥权行为,平衡公司利益与股东利益,另一方面又能以明确的期限阻断特别表决权人所采取的规避手段,在双层股权结构的制度优势式微之际及时终结双层股权结构,保护公司利益与普通股东利益。

在全面注册制下,许可双层股权结构上市的板块范围进一步扩大,但是相应的规制手段却未同步跟进,根据我国资本市场发展情况及特点,应当引入固定期限型“日落条款”,弥补规制手段的不足。根据我国资本市场的实际情况,应当以强制性规范的方式设置固定期限型“日落条款”,要求公司上市时就在法定上限范围内确定双层股权结构的存续时长,并兼顾公司自治,期限届满后由全体股东基于公司的业绩表现与特别表决权人的履职与贡献情况,以出资额分配表决权,再次选择是否继续采用双层股权结构,并限制其次数,避免普通股东陷入“无奈的赞成”。

关键词: 双层股权结构, 固定期限型“日落条款”, 强制性规范, 再次选择

Abstract

The dual-class share structure provides a new option for the founders of the company to strengthen their voting rights, and effectively promotes economic growth through institutional innovation. However, the long-term existence of a dual-class share structure, the increased risk of abuse of voting rights caused by high concentration of voting rights, besides, the failure of internal and external supervisory instruments of the company are also worthy of attention. At the same time, as the "idiosyncratic vision" of special voting rights holders fades over time, the cost of abusing voting rights caused by the dual-class share structure may even outweigh the value created by the application of the system. However, the existing trigger mechanism for event triggering and equity dilution based "sunset clauses" is not sound, and the trigger conditions are difficult to achieve. Ordinary shareholders also lose the opportunity to express their interest demands in the company. In extraterritorial practice, the fixed term "sunset clause" has played a unique role. On the one hand, it can restrain the abuse of power by special shareholders, and balance the interests of the company and shareholders, and on the other hand, it can block the avoidance measures taken by special voting rights holders with a clear deadline, thereby avoiding the sustainable existence of a dual tier equity structure and timely ending the dual-class share structure when the institutional advantages of the dual-class share structure decline so as to protect the interests of the whole company and ordinary shareholders.

Under the comprehensive registration system, the scope of sectors that are allowed to list on a dual-class share structure has further expanded, but the corresponding regulatory measures have not been synchronized. Based on the development and characteristics of China's capital market, fixed term "sunset clauses" should be introduced to make up for the inadequacy of regulatory measures. In the design process, it is necessary to balance the realization of the special voting rights person's unique vision with the protection of external investors' interests. At the same time, the regulatory strength of the rules should match the investors' gaming ability, and a fixed term "sunset clause" should be set in a mandatory and standardized manner, requiring companies to determine the duration within the legal upper limit when adopting a dual-class share structure for listing. At the same time, taking the autonomy of the company into account, after the expiration of the term, all shareholders will allocate voting rights based on the company's performance and the performance and contribution of special

voting rights holders, and choose again whether to continue to adopt a dual-class share structure and limit its frequency to avoid falling into a "helpless approval" situation.

Keywords : Dual-class Share Structure, Fixed Term Sunset Clause, Mandatory Regulations, Reselection.

目 录

立法表.....	i
引言.....	1
一、双层股权结构下既有“日落条款”的制度缺陷.....	6
(一) 既有“日落条款”触发条件难以成就.....	6
(二) 既有“日落条款”功能预期难以实现.....	8
二、双层股权结构下固定期限型“日落条款”的比较优势.....	10
(一) 约束特别表决权人滥权行为.....	10
(二) 平衡公司利益与股东利益.....	10
(三) 避免双层股权结构永续存在.....	11
三、双层股权结构下固定期限型“日落条款”的设计路向.....	13
(一) 设计原则确定.....	13
(二) 规范方式选择.....	15
四、双层股权结构下固定期限型“日落条款”的制度展开.....	19
(一) 期限的确定：法定上限兼顾公司自治.....	19
(二) 赋权与行权：期限届满后的股东选择.....	22
结语.....	26
参考文献.....	27
个人简介.....	30
致谢.....	31

立法表

《中华人民共和国公司法》（修订草案第二次审议稿）	1
《上海证券交易所科创板股票上市规则》	1
《中华人民共和国公司法》（2018年修正）	9
《上市公司章程指引》（2022年修订）	9
《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》 ..	15

引言

（一）研究背景

随着技术改革浪潮在全球蔓延开来，科创企业迎来迅速发展的时期。在科创企业中，以创始人为代表的科技创新团队凭借独特的人力资本构成企业核心竞争力，对公司发挥着不可替代的作用。为了给公司的长期稳定增长提供支持，创始人必须通过融资不断筹集企业发展扩张的资金，但是这将使创始人在公司中的股权被稀释，最终失去对公司的控制。面对企业家的现实需求，双层股权结构应运而生，它可以保证创始人在融资过程中始终掌握公司控制权，极大满足了科技创新类企业的胃口，成为科技创新型企业新的企业治理工具。¹为了留住众多科技创新型企业在国内上市，为高质量发展注入新鲜活力，2019年《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称《上市规则》）颁布实施，这标志着双层股权结构由理论研究走向实践探索。2022《公司法（修订草案）》明确表示，股份公司可以发行具有不同表决权的股份，拓宽可以适用类别股的公司范围²，强化公司内部监管有效性与公平性，标志着我国将迈出更大一步，在法律层面放开对双层股权结构的限制，这将吸引更多的企业在内地上市，一方面可满足多元化投资者的需求，另一方面也可为类别股制度后续的改革发展继续积累实践经验，为经济发展注入新鲜活力。

双层股权结构是实现创始人特质愿景的有效制度创新，但是也加剧了伴随而生的控制权滥用的风险。在享受制度红利的同时，也应当注意双层股权结构带来的特别表决权人的现金流与投票权比例不相匹配问题，这会进一步加剧表决权滥用的风险。同时，当特别表决权人的特质愿景消失时，其继续掌握公司控制权的正当性基础也不复存在，此时若继用双层股权结构非但不会给公司带来正向收益，反而会严重限制公司成长。假如不加以限制，则享有低表决权股份的普通股东的利益受损风险也会加剧。面对双层股权这一特殊结构下出现的新问题，公司内外部监督治理机制表现得力不从心，特别表决权股东信义义务约束机制规定不明、股东代表诉讼渠道受阻。此时，相应的规制手段也应灵活调整，及时回应公司治理中出现的新问题，方能更好地保护普通股东的利益。以外部规制的视角，设计

¹ 参见翁小川，胡晶晶：《上市公司双层股权的法定落日条款研究》，载《南大法学》2021年第5期，第13页。

² 《中华人民共和国公司法（修订草案）》（第二次审议稿）第一百五十七条：第一百四十四条规定，公司可以按照公司章程的规定发行下列与普通股权利不同的类别股：（一）优先或者劣后分配利润或者剩余财产的股份；（二）每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份；（三）转让须经公司同意等转让受限的股份；（四）国务院规定的其他类别股。第一百五十八条：发行类别股的公司，有本法第一百一十九条第三款规定的事项，可能对类别股股东的权利造成损害的，除应当依照第一百一十九条第三款的规定经股东决议外，还应当经出席类别股股东会的股东所持表决权三分之二以上通过。

专门规章制度以弥补双层股权制度的既有缺陷,或是通过完善司法救济的手段去完善普通股东利益保护,但是脱离双层股权结构的制度本身而去额外设置专门措施带来的制度成本对立法和法律适用构成了新的负担。

此时,以强制特别表决权股转换或退出的《上市规则》“日落条款”来解决双层股权结构带来的风险,更能减少公司价值与特别表决权人利益之间的“冲突”,也可以避免立法资源的浪费。双层股权结构下的“日落条款”同最早公法领域的“日落法”一脉相承,又有所演变,保留了对私权的尊重态度,又蕴含着利益平衡的思想。³针对双层股权结构带来的代理成本剧增的问题,“日落条款”可以立足于股东异质化的公司治理,对不同类型股东的权利行使进行针对性的约束或激励。在双层股权结构公司中,特别表决权人持股份额较低,但通过制度设计与公司内协议实际掌握了公司的管理决策,能够按照追求自身特质愿景。普通股东占股比例高,让渡了自身表决权以获取经济收益。“日落条款”将督促特别表决权人审慎地行使控制权,做好自身追求与公司利益的平衡。科创板《上市规则》中,已经规定了事件触发型与股权稀释型“日落条款”,但是实践中,既有的“日落条款”存在触发条件难以成就的问题,功能预期也并未能很好地实现。同时,作为对特别表决权人最有力最直接的限制规则——固定期限型“日落条款”却未在制定规则时受到采纳。这一规定要求公司在创立之初就在章程中做出明文规定,对公司双层股权结构的存续时间设置合理的期限,在一个合理的期限内保障企业创始人对公司的控制权,从而有充足的时间追求其特质愿景。在期限届满时双层股权结构自动归于失效,公司转化为传统的“一股一权”结构。

有学者认为,固定期限型“日落条款”没有被强制性规定在科创板中是一件遗憾的事。⁴支持在《上市规则》中设置强制性的固定期限型“日落条款”的学者很多,但是也不乏反对的声音。一旦固定期限型“日落条款”被立法确定,证券交易所的竞争力将会因对公司的严格限制而流失⁵,而且制度构建者难以确定一个合适的期限⁶。域外学者也在该问题上产生了两种相反的观点。费希尔(Jill E. Fisch)等认为,如果将固定期限型“日落条款”以法律强制规定,会带来期限任意选择、道德风险等弊端⁷;别布丘克(Lucian Bebchuk)等则认为应当发挥固定期限型“日落条款”对于双层股权结构发展僵化后的低效率问题的独特作用⁸。

不管是我国还是域外,在固定期限型“日落条款”的设置与具体实施问题上

³ 参见赵金龙、张磊:《双重股权制度中的“日落条款”》,载《河北大学学报(哲学社会科学版)》2020年第5期,第149页。

⁴ 参见朱慈蕴、[日]神作裕之、谢段裔:《差异化表决制度的引人与控制权约束机制的创新——以中日差异化表决权实践为视角》,载《清华法学》2019年第2期,第23页。

⁵ 参见傅穹、卫恒志:《表决权差异安排与科创板治理》,载《现代法学》2019年第6期,第100页。

⁶ 参见张群辉:《科创板双重股权结构制度研究》,载《上海金融》2019年第9期,第22页。

⁷ See Jill E. Fisch, Steven Davidoff Solmon, *The Problem of sunset*. Boston University Law Review. Vol.103, p.1057-1058(2017).

⁸ See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock*, Virginia Law Review, Vol.103.p.602(2017).

都存在不小的争议。支持引入固定期限型“日落条款”的学者之间对于具体的条款设计方式上又存在意见不一致之处,实施方案也存在着争论和较为模糊的地方。学者对固定期限型“日落条款”是采用强制性规范方式还是自治性规范方式的问题上也存争议。因此有必要对双层股权结构下设置固定期限型“日落条款”的问题展开研究。

(二) 文献综述

伴随着 2019 年《上市规则》的施行,优刻得、精进电动科技、汇宇制药、九号公司等一批科技创新企业在科创板成功上市,双层股权结构以在科创板的落地带来了制度创新。到了 2023 年,全面注册制实施后,除财务指标外,主板与科创板、创业板对设置特别表决权公司上市的准入条件基本一致,各板块均为设置特别表决权的公司上市创造了准入条件,至此,境内资本市场各层级均可设置特别表决权。其均存在本文所要研究的问题,即“日落条款”的触发条件难以达成以及功能预期难以实现。在此背景下,“日落条款”的完善更应当予以重视,以确保公司治理结构的平稳性与有效性,研究的重点也应当适时调整,由是否引入双层股权结构转向对具体规制问题的关注。如前文所述,学界研究中最大的争议为是否应当引入固定期限型“日落条款”来弥补既有事件触发型与股权稀释型“日落条款”的缺陷,以及固定期限型“日落条款”的设计应当如何展开。⁹

第一,是否应当引入固定期限型“日落条款”。从特质愿景理论的角度来说,双层股权结构的设置目的是为科创企业的创始人提供更多机会去追求特质愿景,企业家的特质愿景,是指企业家凭借自身才能而产生的对公司经营发展的独到想法和独特战略意志,且这一愿景能够带领公司实现长足的发展,佐哈·戈申(Zohar Goshen)赞成双层股权结构设置,因为这一制度为企业家提供了更多实现特质愿景的时间与机会,而对“日落条款”的确立问题,则认为应该由市场决定。¹⁰沙夫曼(Bernard Sharfman)认为,与其看重强制性的规定,不如将“日落”与否交由私人秩序,依靠市场决定¹¹。我国学者郑彧认为,固定期限型“日落条款”的规定会导致特别表决权人在期限届至前,抓住最后的时机攫取私利,而不再专注于公司经营。¹²港交所也曾指出这会使公司创始人潜心发展公司的动力大大削减¹³。

主张将固定期限型“日落条款”强制规定的观点在学术研究中十分常见。张巍认为,固定期限型“日落条款”能够规避双层股权结构的消极影响,不能因为

⁹ 参见沈朝晖:《双层股权结构的“日落条款”》,载《环球法律评论》2020年第3期,第73页。

¹⁰ See Zohar Goshen, *Against Mandatory Sunset for Dual Class Firms*. The CLS BLUE SKY BLOG. (Jan. 2, 2019) <http://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/01/02/against-mandatory-sunset-for-dual-class-firms/>.

¹¹ See Bernard S. Sharfman, *A Private Ordering Defense of a Company's Right to Use Dual Class Share Structure in IPOs*. *Vil-lanova Law Review*. Vol.63:1, p.6(2018).

¹² 参见郑彧:《双重股权结构:历史的进路与利益的平衡》,载《证券法苑》2020年第11期,第25页。

¹³ 香港交易及结算有限公司:《不同投票权结构的文件》https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2011-to-2015/August-2014-Weighed-Voting-Rights/Consultation-paper/cp2014082_c.pdf.

规则的稳定性而放弃固定期限型“日落条款”¹⁴。汪青松等学者也认为固定期限型“日落条款”能解决公司对控制人高度依赖而缺乏制衡的问题，避免双层股权结构造成公司效率低下时，创始人仍把握公司控制权，影响公司的发展预期¹⁵。

第二，固定期限型“日落条款”规范的实现方式。对于应当采取什么样的规范方式具体落实，目前主要有两种观点：即强制性规范与自治性规范。吴尚轩认为对“日落条款”这一强制性规则本身不应过多批判，如果认为其较为武断，那么应当寻求更为稳妥的监管政策。¹⁶冯果认为完全交由公司决定是否适用固定期限型“日落条款”不切实际，也缺乏可期待性¹⁷。而与主张强制性规范的学者不同，沈朝晖认为虽然应当引入期限型“日落条款”，但应当采用自治性规范给予公司自主空间，采取“遵循或解释”的方式。¹⁸

第三，在固定期限型“日落条款”的设计进路与规则设计问题上，目前学界并未进行过多研究。曾有学者题出可以根据不同公司的实际市场表现与特别表决权人的履职情况灵活确定。¹⁹但是，期限如何确定，期限届满后公司股权结构以什么样的程序转变，理论研究中并没有相关论述。

在《公司法》修改拓宽类别股发行主体的大背景下，关于在双层股权结构下是否应当引进固定期限型“日落条款”的相关研究数量呈上升趋势，关于采取何种规范方式，学界还具有较大争议，而且在具体制度设计上研究较少。

（三）研究创新和不足

本文的创新点在于，针对既有“日落条款”对双层股权结构规制失灵的问题，提出固定期限型“日落条款”这个切实可行解决方案。通过分析既有“日落条款”的规制缺陷，进一步比较得出双层股权结构下固定期限型“日落条款”的优势，表明本文的观点，即我国应当在《上市规则》中规定固定期限型“日落条款”，并采取强制性的规范方式，平衡特别表决权人和普通股东的利益，从新的角度进行了分析，同时对其具体规则设计进行了探讨。

本文不足之处在于，双层股权结构在我国仍是一个比较新的制度安排，实施的时间较短，科创板采取这一股权结构上市的公司也比较少，缺乏实证数据支撑研究。同时，学界对固定期限型“日落条款”在制度引入后如何落地实施的研究相对匮乏，有赖更多公司从实践层面展开探索与分析，为理论研究提供有力支持。

¹⁴ 参见张巍：《双重股权架构的域外经验与中国应对》，载《财经法学》2020年第1期，第74页。

¹⁵ 参见汪青松，李仙梅：《差异化股权结构的控制权强化及约束机制——以科创板相关制度设计为视角》，载《南方金融》2020年第8期，第42页。

¹⁶ 参见吴尚轩：《论中国双层股权上市的规制》，载《法学论坛》2020年第6期，第149页。

¹⁷ 参见冯果，诸培宁：《差异化表决权的公司法回应：制度检讨与规范设计》，载《江汉论坛》2020年第5期，第107页。

¹⁸ 参见沈朝晖：《双层股权结构的“日落条款”》，载《环球法律评论》2020年第3期，第79页。

¹⁹ 参见冯果，诸培宁：《差异化表决权的公司法回应：制度检讨与规范设计》，载《江汉论坛》2020年第5期，第109页。

（四）研究方法

第一，规范研究法。全面注册制实施后，除财务指标外，主板与科创板、创业板对设置特别表决权公司上市的准入条件基本一致，文章按上市板块的不同，梳理了其对设有特别表决权的公司的不同的上市准入条件，对其中的“日落条款”的条文进行梳理解读，并将其与上位法的规定进行比较分析，提出现有规定的不足与缺漏，并提出完善建议。

第二，比较研究法。本文分析了不同国家和地区对双层股权结构带来的新问题的应对方式。同时在讨论具体规则设计时，分析这些国家和地区的制度建设，以期为固定期限型“日落条款”在我国的落地实施提供实践方面的借鉴经验。

第三，实证分析法。双层股权结构在我国的实践时间较短，相关的实证研究较少，但是仍有数家公司积极实践。因此，本文对已经采取双层股权结构上市公司的公司章程与招股说明书进行了整理，并分析在公司层面如何应对双层股权结构的存续期限问题，同时对港交所双层股权结构上市公司的情况进行分析，以达到为观点阐述提供论据支撑的目的。

（五）文章结构安排

第一部分提出既有“日落条款”面临的现实问题，从规则条文入手分析既有“日落条款”规定模糊、难以触发的问题，讨论“日落条款”的功能预期为何难以实现，制度设计上又存在哪些不足之处，引出下文对设置固定期限型“日落条款”的必要性与正当性的讨论。

第二部分对固定期限型“日落条款”的优势展开论述。固定期限型“日落条款”相较于事件触发型与股权转让型“日落条款”具有约束特别表决权人滥权行为、平衡公司利益与股东利益以及避免双层股权结构永续存在的比较优势。

第三部分讨论双层股权结构下固定期限型“日落条款”的宏观原则即设计路向问题，后文规则的具体展开与此原则一脉相承。设计路向包括设计原则和规范方式两部分。设计原则方面，应当注意平衡特别表决权人对特质愿景的追求与普通股东的利益保护，同时规则的规制力度应当与外部投资者即普通股东在证券市场的博弈能力相匹配。在对强制性规范与自治性规范进行理论区分并比较各自的特点后，分析固定期限型“日落条款”本土化构造受到哪些因素影响，并基于对现实因素的分析，选择以强制性的规范方式设置固定期限型“日落条款”。

第四部分的内容为双层股权结构下固定期限型“日落条款”的规则展开，即制度的具体设计问题。针对固定期限难以直接确定的现实难题，提出应为双层股权结构的存续时长设置法定上限，同时考虑到公司自治，应当允许公司股东在期限届满时再次选择，并细化实施方案，包括主体、判断标准、续展次数与期限等。

一、双层股权结构下既有“日落条款”的制度缺陷

创始人的特殊人力资本对于科创企业的成长发展能够带来“重大贡献”，因而此类公司通过适用双层股权结构来确保公司的经营决策掌握在创始人手中，保障其顺利追求自身特质愿景，带领公司实现更好发展。但是企业和企业家的能力都受到生命周期理论的影响，创始人的人力资本价值随着年龄增长、身体素质下降而降低甚至消退，公司的经营状况也会随之变化。双层股权结构给公司带来的效益在经过一段时间的经营将逐渐衰减，而代理成本却并未随之减少，特别表决权人的滥权风险仍然存在，此时公司是否需要退出双层股权结构，转而恢复为“一股一权”的模式？又或者，当特别表决权人出现行为能力丧失、去世等情形时，是否还要继续保持特别表决权的存在？

“日落条款”作为“镶嵌”在双层股权结构上的内生性救济手段，具有低成本、高效率解决股权滥用风险问题的功能，是双层股权结构公司普通股东维护自身利益的有效手段，然而，具体分析各板块《上市规则》的条文，却发现现有规定仍存缺漏，现有“日落条款”存在难以触发的问题，其功能预期也难以实现。

（一）既有“日落条款”触发条件难以成就

1. 触发机制尚存缺陷

“日落条款”可以在预先规定的情形发生时，引导公司退出双层股权结构，从而保护公私利益与股东利益。根据“日落”触发原因的不同，“日落条款”又可分为股权稀释型、事件触发型和固定期限型三种类型。目前，A股各板块的上市规则中均规定了股权稀释型与事件触发型的“日落条款”，并对触发条件作出规定。以科创板为例，上市规则对特别表决权人的持股比例做了要求，即必须达到已发行股份总数的10%以上，否则即触发“日落”。但现有规则中并未对表决权与现金流之间的比例做出要求。因此即便是股份受到稀释，只要特别表决权人不主动放弃，其依然能够掌握公司控制权。同时，各板块现有的规则均没有对股权转让做出细致规定，在公司面临收购风险即股权转让的风险时，对外部收购方购买特别股与普通股的股票价格和收购比例没有要求，也就无法保证所有股东都能以相同价格、相同的条件参与到双层股权结构公司的股权转让中，难以规避特别表决权人借转让溢价获取私利的风险，因而面临控制权滥用显得有些束手无策。《上市规则》的现有规定中只提到“不再符合最低持股要求”，持股总额不再符合“公司全部发行有表决权股份总额10%以上”的条件，却没有区分股份稀释的类型。如果特别表决权人以科创板《上市规则》第4.5.8条规定的方式转让股

份后又增持相应数量的股份,其持股比例依然能够满足 10%的要求,“日落条款”就无法触发,对公司股权结构的“监控”功能也失去作用。还应当注意的是,科创板《上市规则》将“资格”“丧失履职能力、离任、死亡”的身份资格条款与“最低持股要求”的股份稀释型条款一并规定,容易造成混乱。

在科创公司的实际治理中,为了吸引并留住人才,往往会对其进行股权激励,这是一种被动的股权稀释。当特别表决权人的股权因前述原因而被动稀释时,是否应当触发“日落条款”?这一问题尚待讨论。而且第四项没有界定“控制权发生变更”的内涵,这条规定扮演了“兜底条款”的角色,要件模糊、缺乏实质性判断依据使其难以对公司起到引导作用。

2. 触发条件易于规避

依据《上市规则》第 4.5.9 条的规定,事件触发型“日落条款”的触发条件包括特别表决权人死亡、丧失对公司的实际控制、持股主体不再符合规定的准入资格、丧失在原有岗位上持续发挥作用的能力等,又如该主体转让特别表决权股份、委托其他股东代行投票权等情形。²⁰当发生上述情形时,该公司自动退出双层股权结构,特别表决权人的表决权优势便归于零,由此转换为普通股。这些触发条件确实存在达成的可能性,但是特别表决权人完全可以利用自身优势,规避条件的触发,此时普通股东的权利无法得到有效保障,这对于公司的长期稳定运行和普通股东的权益保护而言无疑造成了巨大风险。在双层股权结构这一契约形式下,特别表决权人较之传统“一股一权”公司的控股股东承担更重的责任:需要完成自己的特质愿景、需要谨慎决策诚信经营。²¹《上市规则》对于“股东资格”条款的规定停留在形式层面,当特别表决权人形式上符合履职要求时,“日落条款”便不会触发。但实际上,特别表决权人在个人层面上也是独立的利益主体,其在带领公司发展的过程中不可避免地会面临公司利益与个体利益的平衡问题,而其又可以借助低成本的方式攫取私利。因此对于形式上合格的特别表决权人,应监督其能否行使好作为能够控制公司决策与发展方向的“舵手”职责,在股东资格认定时突出特别表决权人对于公司及普通股东的信赖利益保护,如《上市规则》可以对股东的品格提出要求,完善对于特别表决权人违反信义义务的法律责任。²²然而科创板《上市规则》中只有第 4.5.13 条对于特别表决权人的责任

²⁰ 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 4.5.9 条:出现下列情形之一的,特别表决权股份应当按照 1:1 的比例转换为普通股份:(一)持有特别表决权股份的股东不再符合本规则第 4.5.3 条规定的资格和最低持股要求,或者丧失相应履职能力、离任、死亡;(二)实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制;(三)持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份,或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使;(四)公司的控制权发生变更。发生前款第四项情形的,上市公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份。

²¹ 参见李燕:《双层股权结构公司特别表决权滥用的司法认定》,载《现代法学》2020 年第 5 期,第 19 页。

²² 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 4.5.3 条:持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发

做了模糊的规定：“证券交易所有权要求公司或股东予以改正。”特别表决权人的过错如何认定、改正后应当达到什么样的效果以及改正效果由谁负责验收，这些问题在各板块的《上市规则》中均无法找到直接有效的解答，因此这个部分的规制手段需要加强。

（二）既有“日落条款”功能预期难以实现

从外观上观察，《上市规则》中的“日落条款”规定与当前国际主流的“日落条款”相比，似乎已经完善。然而，将《上市规则》中关于“日落”的条文联系起来分析，却发现制度设计的缺陷之处依旧存在，“日落条款”并不能有效地终止双层股权结构，维护普通股东利益。

第一，既有规则在限制主体方面规定过于宽泛。依据《上市规则》第 4.5.3 条的规定，持股股东应当在公司担任董事，但未限定董事主体，同时包括自然人与非自然人，第 4.5.9 条第一款第二项规定当“实际持有特别表决权股的股东失去对持股主体的实际控制”时，公司的双层股权结构应当“日落”。《上市规则》实质上规制了自然人与非自然人两类主体。与我国香港特别行政区明文规定特别表决权人必须为个人的规则不同²³，我国《公司法》没有明确公司董事必须由自然人担任，因而可以认为《上市规则》适用的双层股权结构公司中董事范围包含了法人团体，但是《公司法》第一百四十六条董事任职资格禁止性规定的主体为自然人。证监会《上市公司章程指引》第九十五条也将上市公司董事的范围限定为自然人，《上市规则》规范同上位法产生冲突。²⁴在复杂多变的商事交易中，交叉持股、隐名持股、金字塔控制结构形式层出不穷，同时又充满隐蔽性。²⁵双层股权结构下特别表决权人能在仅负出少量资金成本的情况下不受干预地控制公司经营发展，普通股东一方面在获取信息的能力与便捷性上已经较特别表决权人逊一筹，另一方面又在公司采取双层股权结构上市之初让渡了自身的表决权，难以实现有效的权利救济。

第二，条文含义模糊不清。《上市规则》第 4.5.9 条第一款未明确触发“日落条款”的部分还是全部特别表决权股发生转换。另外《上市规则》并未对所谓的“相关持股主体”做出解释，“相关持股主体”究竟是指由特别表决权人控制的

展或者业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。

²³ 香港证券交易所：《咨询总结：新兴及创新产业公司上市制度》106（d）：每名不同表决权受益人必须为个人，并积极参与业务营运的行政事务，为业务持续增长作出重大贡献。

²⁴ 参见李燕，李理：《公司治理之下的双层股权结构：正当性基础与本土化实施路径》，载《河北法学》2021年第4期，第56页。

²⁵ 参见李苗苗：《双层股权结构日落条款的适用困境与优化对策》，载《南方金融》2021年第5期，第23页。

法人，还是特别表决权人以协议方式控制的利害相关实体，不得而知。²⁶在此种情况下，对普通股东而言，在其寻觅双层股权结构公司进行投资时，如果因为无法具体确定的“相关持股主体”而触发“日落条款”，要寻求权利救济都无法找到对应的当事人主体，权益更是难以得到保障。

综上所述，规范层面的《上市规则》对于双层股权结构的规制仍存有缺陷。条文规定有遗漏，既有规定还存在“边界不明”与“触发规避”的困境，“日落”压力名不副实。因而，如何针对现有“日落条款”的缺陷，构建更符合中国实践的本土“日落条款”，使其真正实现功能预期便成了题中应有之义。

²⁶ 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 4.5.9 条第三款：发生本条第一款情形的，特别表决权股份自相关情形发生时即转换为普通股份，相关股东应当立即通知上市公司，上市公司应当及时披露具体情形、发生时间、转换为普通股份的特别表决权股份数量、剩余特别表决权股份数量等情况。

二、双层股权结构下固定期限型“日落条款”的比较优势

（一）约束特别表决权人滥权行为

双层股权结构充分尊重了股东的异质化需求，特别表决权人希望通过对公司的控制实现特质愿景，普通股东则更加关注经济回报，这在一定程度上是相互矛盾的²⁷。特质愿景的作用在于让公司实现更好的经营发展效益²⁸，特质愿景通过循环发挥作用，企业家借助实现特质愿景的机会获得对公司的实际控制，将公司的资本调动与运作掌握在手中，进而追求更高水平的特质愿景。在这一过程中，不仅企业家有所收获，公司也能够获得长足的发展。一方面，科创企业的公司治理模式应当提倡创始股东追求特质愿景，加大人力资本方面的投入，以独特的治理要素促进公司的进一步发展，还应对特别表决权人的履职情况进行监督。²⁹另一方面，对于双层股权结构下占据优势地位的特别表决权人，又应当通过种种方式尽力遏制其滥用表决权的行爲，促使其审慎使用表决权。股东对于公司发展的异质化需求，³⁰要求规则制定时不能只关注公司表面上的繁荣，应当对普通股东这一弱势群体基于倾斜性的保护。固定期限型“日落条款”能够平衡不同股东之间的利益。它不会让公司的双层股权结构“一刀切”的归于消失，而是为创始股东即特别表决权人去实现自身的特质愿景提供了一定的时间与空间，同时也给普通股东以安全感，使其在期限届至时其依旧能够回复对公司的实际控制。为双层股权结构的存续设立期限，为特别表决权人的控制权设置时间上限，对其特质愿景的实现给予时间上的压力，而不是完全自由，也能促使其在这段时间尽力地去追寻自己的特质愿景。

（二）平衡公司利益与股东利益

公司所有权和控制权分离带来的代理成本问题是传统公司理论研究的基础，³¹然而，在双层股权结构下，控制权与现金流的分离使得特别表决权人不必为其经营失败承担成比例的责任，但此时特别表决权人仍然掌握对公司的实际控制，这可能使特别表决权人受到的激励机制变得扭曲失灵而不再做出有利于公司长远利益的决策，转而追求谋取自身利益。固定期限型“日落条款”在公司采取双

²⁷ 参见沈朝晖：《双层股权结构的“日落条款”》，载《环球法律评论》2020年第3期，第73页。

²⁸ See Zohar Goshen, Assaf Hamdani, *Corporate Control and Idiosyncratic Vision*. Yale Law Journal. Vol.125, p.567(2016).

²⁹ Ibid.

³⁰ 参见冯果：《股东异质化视角下的双层股权结构》，载《政法论坛》2016年第4期，第131页。

³¹ 参见金勇军：《公司法总论》，高等教育出版社2004年版，第21页。

层股权结构上市之初处于一种“冬眠”的状态，并不影响特别表决权人对公司的实际控制。但在预先设定的期限届至时，其作用就会自动显现，对公司股权架构产生影响，调整内部控制权。既保证特别表决权人有时间追求施展特质愿景，又能够在期限届至时实现普通股东的利益保护，还能够为公司股权变更提供“缓冲期”，实现“软着陆”，避免突发性的股权结构变更造成的波动。

（三）避免双层股权结构永续存在

由于双层股权结构的生命周期特征，应当在采用这一制度时就考虑到制度生命末期的风险并设置有效的规避机制。通过对双层股权结构公司与普通股权结构公司的比较，可以发现双层股权结构公司确实会有亮眼表现，促进公司的发展，但是随着时间推移，当公司的经营模式逐渐成熟定型，而市场中有越来越多更具竞争力的新模式时，这样的优势就变得不再明显，直到一定时间后，创始人的独特能力甚至会完全消失，其市场竞争力也随之消退。³²随时间流逝，双层股权结构的制度红利逐渐消失，带来的风险与代理成本也逐渐增加，最后导致公司上市时所采用产生的制度性溢价不再。双层股权结构下特别表决权人基于其对公司的“特殊贡献”及自身的能力享受不匹配其股权的表决权，特别表决权人的控制权和现金流相分离，并不需要承担相应的经济成本，企业的发展会随时间得越来越成熟，特别表决权人的能力可能会因为年龄增长、获取市场竞争信息能力降低等原因而降低，“特质愿景”便难以实现，双层股权结构赖以存在的正当性基础也变得不复存在，但此时公司的代理成本并未随之降低。另外还可能出现的情形特别表决权人在公司经营过程中滥用表决权攫取私利、侵害普通股东利益与公司利益，以上情形都会导致双层股权结构为公司带来的收益随着时间流逝而不断降低。因此，双层股权结构永续存在的问题必须受到重视。例如 Sumner Redstone，虽已是 93 岁高龄，对公司职责严重懈怠，时常遭到投诉，但其利用双层股权结构，仍然能够保持对公司的控制。³³双层股权结构确实可以为公司创造新的制度价值，但生命周期的存在也会造成不可忽视的风险，双层股权结构的运行亟需有效的规制手段，使公司充分享受双层股权结构的制度红利，同时又使双层股权结构的制度价值不被风险所覆盖。

当固定期限型“日落条款”以强制性规范的方式嵌入《上市规则》时，它将作为先契约的权利界定规则来保护外部投资者即普通股东，成为一种武断的硬家长主义决断。固定期限型“日落条款”在特别表决权人与普通股确立之前便对将

³² See Martijn Cremers, Beni Lauterbach & Anete Pajuste, *The Life-Cycle of Dual Class Firms*, European Corporate Governance Institute (ECGI) - Finance Working Paper. Vol.550:1, p.1-40 (2018).

³³ See Lucian A. Bebchuk, Kobi Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual Class Stock*. Virginia Law Review. Vol.103, p.585-631(2017).

要达成的双层股权结构安排限制了存续期限，并不具体考虑该结构安排在具体实践中的运行情况。固定存续期限的限制，形式上是通过预防特别表决权人滥用控制权侵害普通股东权益，达到削减代理成本的目的，实质上是保护普通股东的一种事前规制手段，具有成本低、效果好的优势。在商事实践中，公司参与者即全体股东需要根据实际情况建立最有利于公司兴旺发展的模式，公司外部人即立法者与监督者根本不可能规定不因时因地而异的统一公司治理结构模式，因此，兼顾法律规定与公司自治后确定的固定存续期限成为双层股权结构的有效规制手段。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/558142031003006040>